

苏交科 (300284)

民营设计咨询行业龙头，内生外延驱动业绩稳健增长

投资要点

平安观点：

- **民营设计咨询企业典范，定位基建领域综合服务商：**苏交科前身为江苏省交通科学研究所，目前是国内民营工程咨询龙头，拥有工程设计综合甲级资质（行业最高等级）。2016年公司先后收购全球领先工程咨询企业EPTISA和美国环境检测龙头TestAmerica，开启全球化布局新纪元。公司业绩持续稳健增长，2018H1实现营收29.79亿元，YoY+22.06%，归母净利润1.83亿元，YoY+20.66%，2014-2017年公司营收与净利润CAGR分别为44.45%和22.47%。
- **工程咨询行业整合大势所趋，龙头企业强者恒强：**我国工程勘察设计行业规模近5000亿元，行业内企业数量众多（约2.36万家），2017年CR4/CR10/CR60分别为9%/15%/33%，行业竞争格局分散。由于设计咨询行业存在“资质壁垒、区域壁垒、条块壁垒”三大发展瓶颈，并购整合成为企业实现全国化布局、拓展业务领域、快速提升综合实力的重要途径。随着设计咨询行业内并购整合的持续推进，龙头企业有望实现强者恒强。
- **并购能力突出叠加激励完善，公司成长动力充足：**工程咨询行业作为智力密集行业，行业竞争主要体现在人才的争夺。公司坚持外延并购的发展战略，自上市以来借助资本市场力量收购了10多家工程咨询企业，团队实力不断增强，且绝大部分被并购企业均完成了业绩承诺，彰显了公司突出的并购整合能力与管理层高效的执行力。此外，公司激励机制持续完善，先后于2013年、2014年和2018年实施了三次股权激励，与公司核心管理团队以及技术骨干形成长期利益捆绑，释放了公司成长动力。
- **2H18TA&EPTISA盈利将反转，海内外齐发力助业绩稳健增长：**公司积极推进属地化建设，在外延并购的基础上，通过在全国各地设立子公司，迅速切入当地市场，扩大公司市场覆盖率。2017年公司江苏省内和国内江苏省外地区的收入占比分别达到了21%和43%。海外业务方面，随着业务整合深入推进以及公司的支持不断加强，TA、EPTISA经营持续向好，2018年TA盈利将进一步改善，EPTISA业绩将实现反转，两者与母公司协同效应有望逐步显现。公司海内外业务双轮驱动，业绩将维持稳健增长。

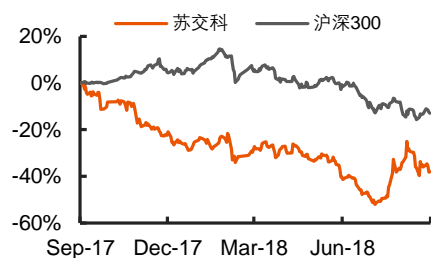
推荐（首次）

现价：9.56元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.jsti.com
大股东/持股	符冠华/21.78%
实际控制人	符冠华
总股本(百万股)	810
流通A股(百万股)	514
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	77.39
流通A股市值(亿元)	49.16
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	63.40

行情走势图



证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号
S1060117080044
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201	6,519	8,068	9,775	11,725
YoY(%)	63.9	55.2	23.8	21.2	20.0
净利润(百万元)	379	464	569	694	841
YoY(%)	22.1	22.3	22.8	21.8	21.2
毛利率(%)	30.2	29.1	28.3	28.1	28.1
净利率(%)	9.0	7.1	7.1	7.1	7.2
ROE(%)	12.8	12.7	13.7	14.4	14.8
EPS(摊薄/元)	0.47	0.57	0.70	0.86	1.04
P/E(倍)	20.4	16.7	13.6	11.2	9.2
P/B(倍)	2.6	2.1	1.8	1.6	1.4

- **盈利预测与投资建议：**作为国内民营工程咨询企业龙头，公司内生与外延并举，积极推动业务属地化建设，完善全国布局，未来业绩将持续稳健增长。此外，随着公司与 TA、EPTISA 整合不断推进，TA、EPTISA 盈利将持续释放，增厚公司业绩。我们预计 2018–2020 年公司 EPS 为 0.70 元、0.86 元和 1.04 元，对应当前 PE 分别为 13.6 倍、11.2 倍和 9.2 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：应收账款回收风险：**公司主要从事工程咨询业务，由于业务执行过程以及业主的结算方式导致公司收款滞后于劳务成果的完工进度，垫资现象普遍，公司应收账款占营业收入比重较高。如果未来公司不能维持对应收账款的高效管理而引发坏账损失，将对公司业绩形成负面影响。**商誉减值风险：**公司自上市以来持续推进外延并购，成功收购了一系列公司。如果未来被收购企业业绩不达预期，将引发商誉减值，对公司业绩形成负面影响。**交通基建投资增速大幅下滑的风险：**公司主要从事高速公路、轨道交通等交通基础设施建设项目的设计咨询工作，公司订单情况与交通基建投资相关性较高。如果未来交通基建投资出现大幅下滑，将对公司业绩造成负面影响。

正文目录

一、	民营工程咨询企业典范，定位基建领域综合服务商	6
1.1	民营工程咨询企业典范，致力打造基建领域综合服务商	6
1.2	业绩持续稳健增长，海外业务拖累盈利水平	7
二、	工程咨询行业整合大势所趋，龙头企业强者恒强	9
2.1	工程勘察设计市场规模近 5000 亿，行业集中度有待提升	9
2.2	行业并购整合大势所趋，龙头企业强者恒强	10
三、	并购能力突出叠加激励完善，公司成长动力充足	12
3.1	并购整合经验丰富，彰显管理层高效执行力	12
3.2	激励机制持续完善，凝聚团队构筑核心竞争力	13
四、	海内外业务双轮驱动，业绩将维持稳健增长	15
4.1	属地化建设稳步推进，助力业绩持续释放	15
4.2	EPTISA 业绩反转在即，积极打造“一带一路”发展平台	16
4.3	TA 经营持续向好，助力公司开拓国内环境检测市场	18
五、	盈利预测与投资建议	20
六、	风险提示	22

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	苏交科在中国设计企业 60 强中排名不断提升	6
图表 3	公司各项资质齐全	7
图表 4	公司股权结构	7
图表 5	2018 年上半年营业收入同比增长 22%	8
图表 6	2018 年上半年归母净利润同比增长 21%	8
图表 7	公司分项业务收入占比情况	8
图表 8	公司分项业务毛利率对比	8
图表 9	公司分项业务收入占比情况	9
图表 10	公司分项业务毛利率对比	9
图表 11	2017 年工程勘察与工程设计行业收入分别达 837 亿元和 4013 亿元	9
图表 12	17 年全国工程勘察与设计企业数量达 2.36 万家	10
图表 13	工程设计行业集中度较低	10
图表 14	工程咨询行业面临的发展瓶颈和解决之道	10
图表 15	AECOM 外延并购历程	11
图表 16	外延并购助力 AECOM 收入实现跨越式增长	11
图表 17	2017 年 AECOM 净利润显著提升	11
图表 18	2017 年 AECOM 兼并/收购费用显著减少	11
图表 19	2017 年 AECOM 盈利水平有所回升	11
图表 20	公司历年投资收购公司情况	12
图表 21	2017 年 A 股上市设计咨询企业员工数量与人均薪酬情况	14
图表 22	公司上市以来股权激励情况	14
图表 23	2012 年以来公司新设立公司情况	15
图表 24	公司主营业务收入分区域占比情况	16
图表 25	公司收入分部占比情况分析	16
图表 26	2017 年 EPTISA 收入止跌回升	17
图表 27	2016 年 EPTISA 分板块收入情况	17
图表 28	2016 年 EPTISA 分地区收入情况	17
图表 29	EPTISA 历年净利润情况	17
图表 30	EPTISA 期间费用率与毛利率情况	17
图表 31	“一带一路”沿线新签合同情况	18
图表 32	“一带一路”沿线完成营业额情况	18
图表 33	TestAmerica 主要子公司情况	18
图表 34	2017 年 TA 公司实现营收 15.37 亿元	19
图表 35	TA 分业务收入占比情况	19
图表 36	2017 年财务费用大幅降低助力盈利改善	19

图表 37 TA 公司历年净利润情况.....	19
图表 38 2017 年我国检验检测服务业收入达 2633 亿元.....	20
图表 39 我国环境检测市场规模达 470 亿元.....	20
图表 40 2017 年我国检验检测机构数量达 3.6 万家.....	20
图表 41 我国检验检测机构按股权结构分类情况.....	20
图表 42 公司营业收入预测.....	20
图表 43 PE-Bands.....	21
图表 44 公司与同业公司盈利情况对比.....	22

一、 民营工程咨询企业典范，定位基建领域综合服务商

1.1 民营工程咨询企业典范，致力打造基建领域综合服务商

苏交科集团股份有限公司（以下简称“苏交科”）成立于 1978 年，前身是江苏省交通科学研究所。公司于 2002 年从事事业单位改制为员工持股的科技型民营企业，开国内交通行业省属科研设计院所之先河。2012 年，公司成功登陆深交所，成为国内首家 A 股上市的工程咨询类企业。2016 年，公司先后收购了全球领先的工程设计咨询服务商——EPTISA SERVICIOS DE INGENIERIA A.S.L.（简称“EPTISA”）和美国环境检测行业龙头 TestAmerica Environmental Services, LLC（简称“TA”），开启了公司全球化布局的新纪元。

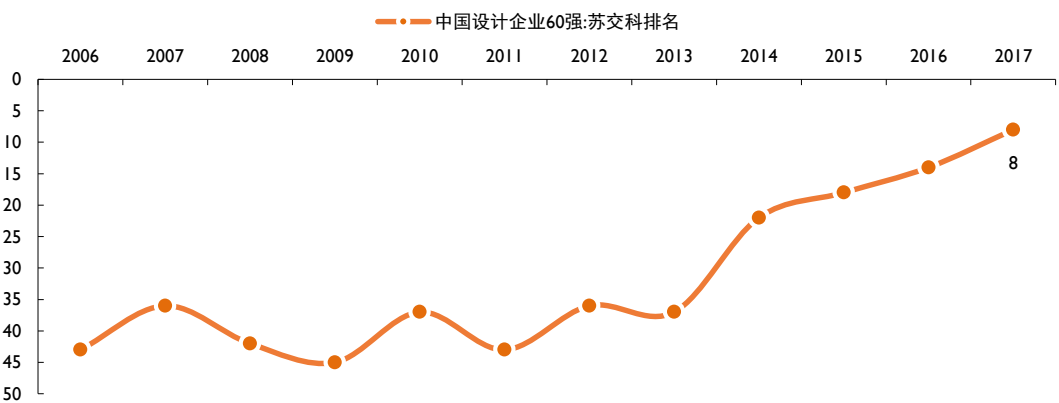
图表1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司作为民营工程咨询企业的典范，自上市以来通过一系列的外延并购实现快速发展，目前已成长为国内工程设计行业翘楚（位列“2017 年中国工程设计企业 60 强”第 8 位）。公司致力于为客户提供基础设施领域一站式综合解决方案提供商，目前拥有全过程工程咨询和工程总承包两大核心业务，着重面向交通、市政、轨道、环境、检测、路面技术及新材料研发、智慧城市、工程建设等板块。

图表2 苏交科在中国设计企业 60 强中排名不断提升

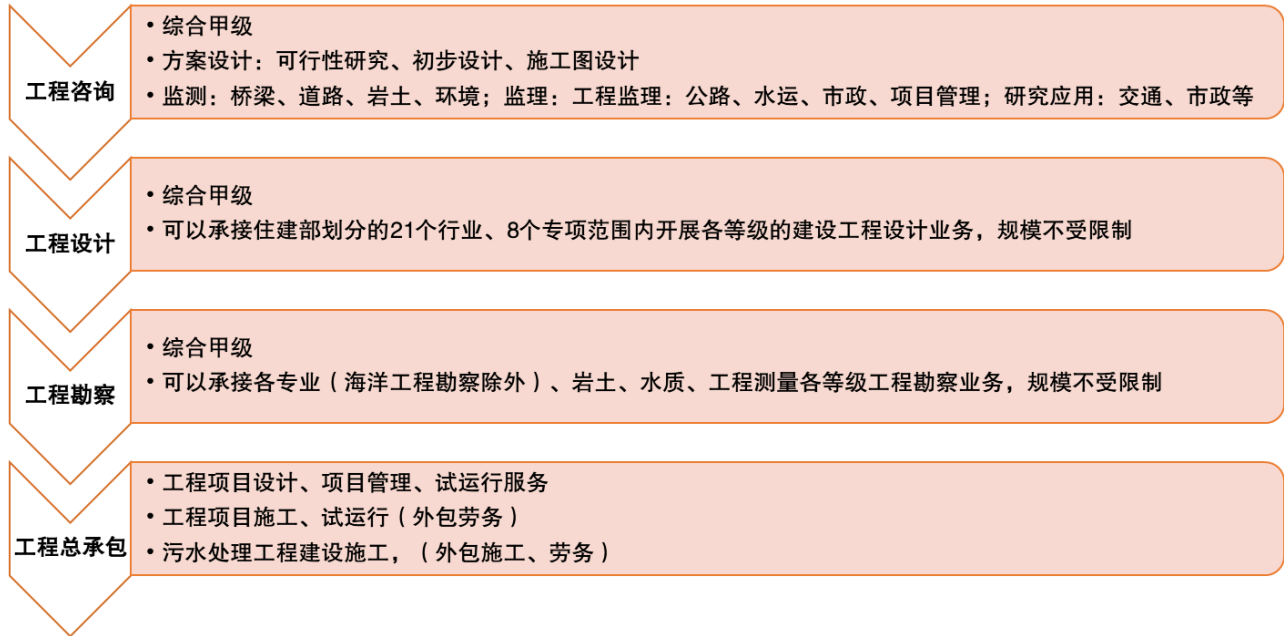


资料来源：建筑时报，平安证券研究所

公司于 2017 年成功获得国内工程设计最高等级资质——**工程设计综合甲级资质**，承接的工程项目设计业务范围涵盖了住建部划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围。除此之外，公司在其他领域拥有

的最高等级资质还包括：**城乡规划编制甲级资质、建设项目环境影响评价甲级资质、工程勘察综合类甲级资质、公路/市政总承包一级资质、公路/水运/市政工程监理甲级资质等。**

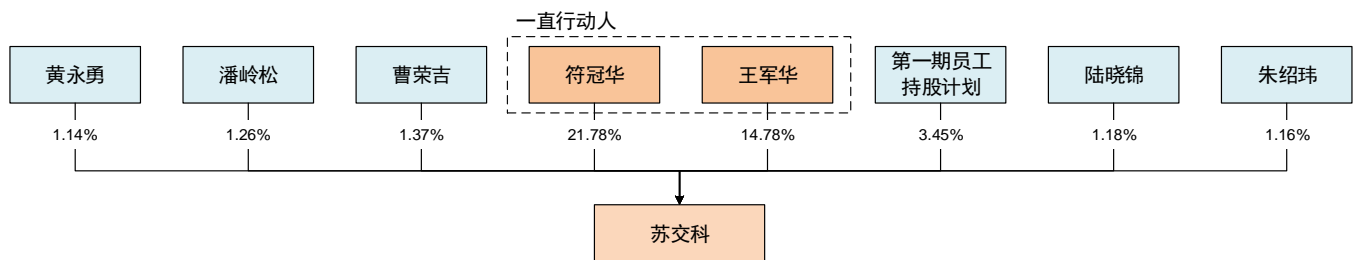
图表3 公司各项资质齐全



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司第一大股东为符冠华先生，持股比例为 21.78%，第二大股东为王军华先生，持股比例为 14.78%，二人一致行动人，合计持有公司 36.56%的股权，为公司实际控制人。

图表4 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

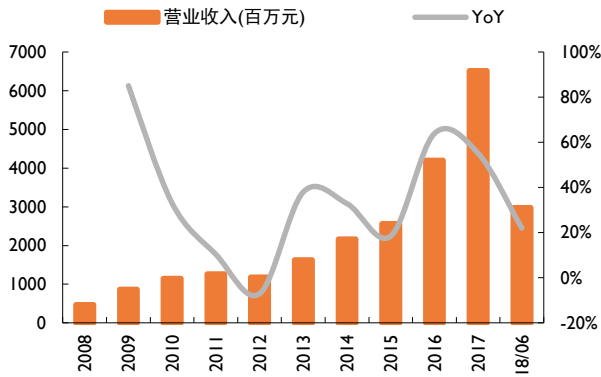
1.2 业绩持续稳健增长，海外业务拖累盈利水平

公司业绩持续稳健增长，基建领域多元化布局效果初现。2018年上半年实现收入 29.79 亿元，同比增长 22.06%，实现归母净利 1.83 亿元，同比增长 20.66%。受益 2016 年以来 TA 以及 EPTISA 的并表，2017 年各业务板块营收占比分别为：勘察设计（46.0%）、项目管理（16.3%）、环境业务（23.2%）、检测业务（7.5%）、其他主营业务（6.8%）。

海外业务拉低短期盈利水平。2017 年综合毛利率为 29.09%，较 2016 年减少 1.08pct，其中：勘察设计业务毛利率为 38.24%（同比-3.51pct），检测业务毛利率为 36.28%（同比+13.20pct），环境

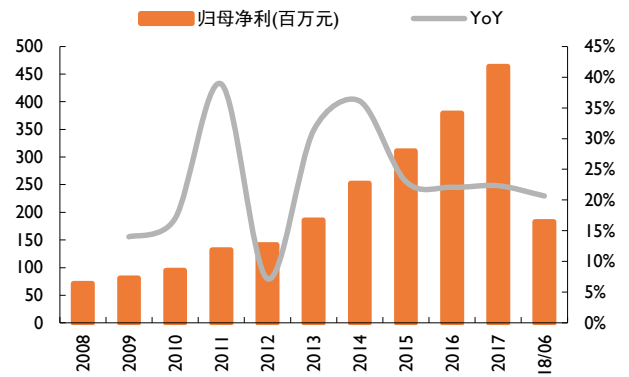
业务毛利率为 15.82% (同比-6.20pct)，项目管理毛利率为 19.41% (同比+2.97pct)。2016 年以来，受公司 TA 与 EPTISA 业务合并报表影响，公司期间费用率有所提升 (18H1 为 16.4%，同比+0.35pct)，18H1 净利率为 6.52%，同比下降 0.17pct。

图表5 2018 年上半年营业收入同比增长 22%



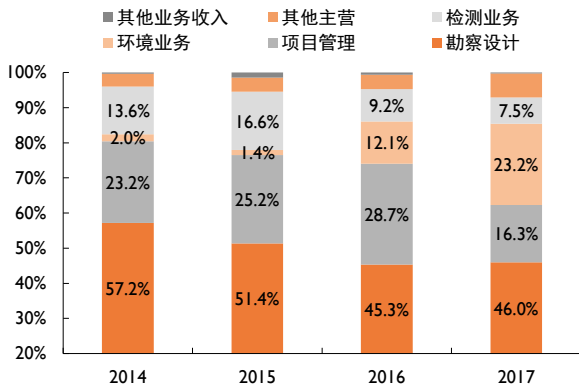
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2018 年上半年归母净利润同比增长 21%



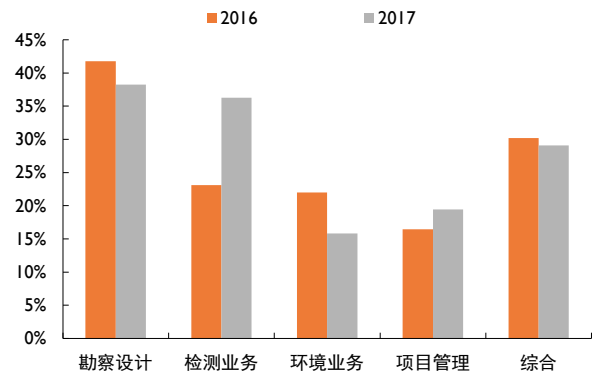
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司分项业务收入占比情况



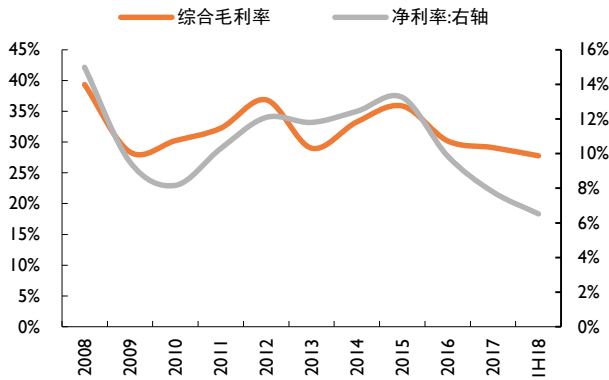
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 公司分项业务毛利率对比



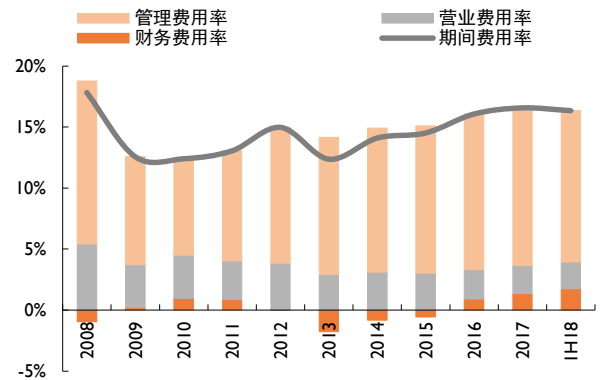
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 公司分项业务收入占比情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 公司分项业务毛利率对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

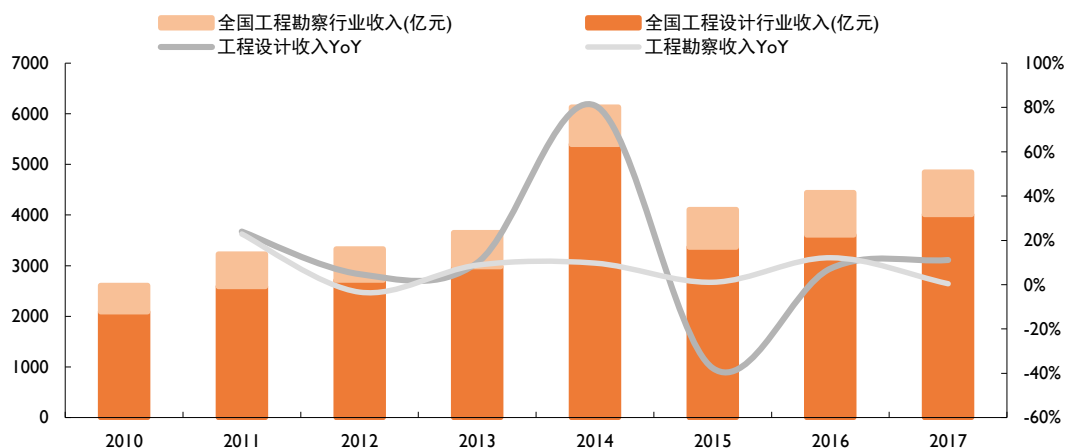
二、工程咨询行业整合大势所趋，龙头企业强者恒强

2.1 工程勘察设计市场规模近 5000 亿，行业集中度有待提升

工程勘察设计市场规模近 5000 亿元。2016 年以来，我国工程勘察设计行业维持稳步发展趋势，2017 年全国工程勘察行业收入达 837 亿元（同比持平），全国工程设计行业收入达 4013 亿元（同比增长 11.2%）。

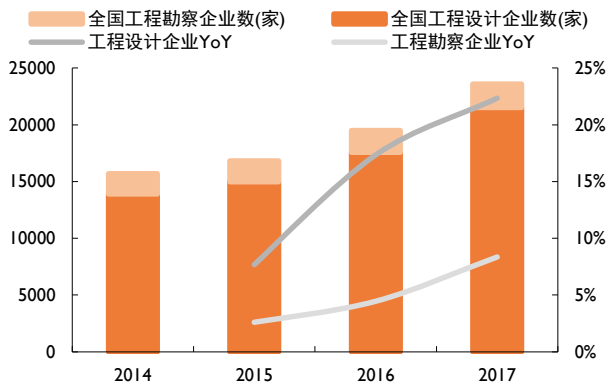
勘察企业数量持续增长，行业集中度有待提升。分板块看，2017 年全国工程勘察企业数量达 2062 家，2014-2017CAGR 为 5.10%，工程设计企业达 2.15 万家，2014-2017CAGR 为 15.63%。目前工程勘察设计行业集中度仍较低，截止 2016 年，我国设计行业 CR4 仅为 9%，CR10 为 15%，CR60 为 33%。

图表11 2017 年工程勘察与工程设计行业收入分别达 837 亿元和 4013 亿元



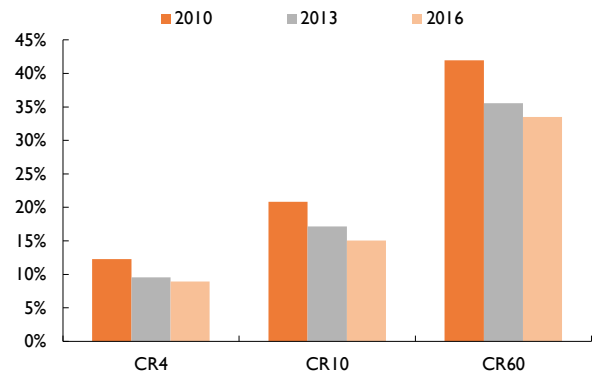
资料来源: 住建部, 平安证券研究所

图表12 17年全国工程勘察与设计企业数量达2.36万家



资料来源：住建部，平安证券研究所

图表13 工程设计行业集中度较低



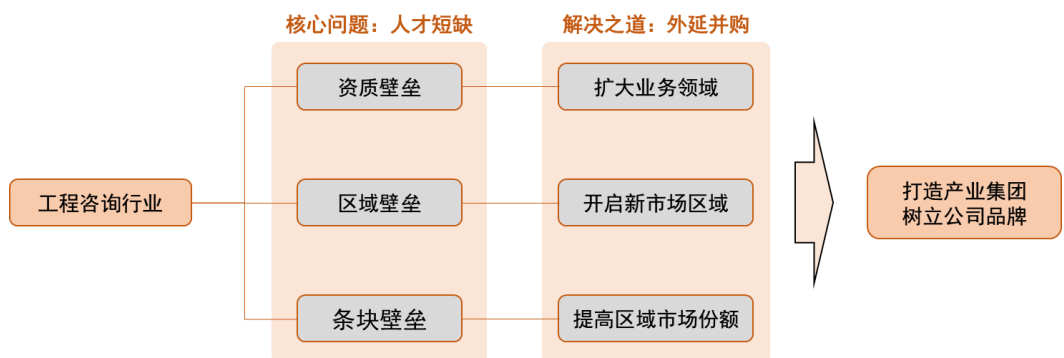
资料来源：住建部，平安证券研究所

2.2 行业并购整合大势所趋，龙头企业强者恒强

外延并购是设计咨询企业实现全国业务布局的战略目标的重要步骤。由于我国工程咨询和工程承包行业一定程度上存在“条块分割、行业保护、地区封锁”的现象。通过战略并购，公司达到开拓新业务领域、扩大区域内的市场份额和进入新地方市场的目的。与此同时，随着人才数量和质量的聚集，企业业务的核心竞争能力的增强，公司的产品品质、企业业务素质得到提升，进而提升企业的行业影响力和知名度。

外延并购是设计咨询企业快速提高综合实力的重要途径。我国工程设计咨询企业在承接业务过程中企业的资质等级与相关专业人才储备要求较高，通过并购可以获得被收购的资质，成为企业切入目标市场的“钥匙”；同时，通过并购可以丰富企业的人才储备，起到提升业务能力、扩大市场份额的目的。随着行业内并购整合的持续推进，龙头企业有望实现强者恒强。

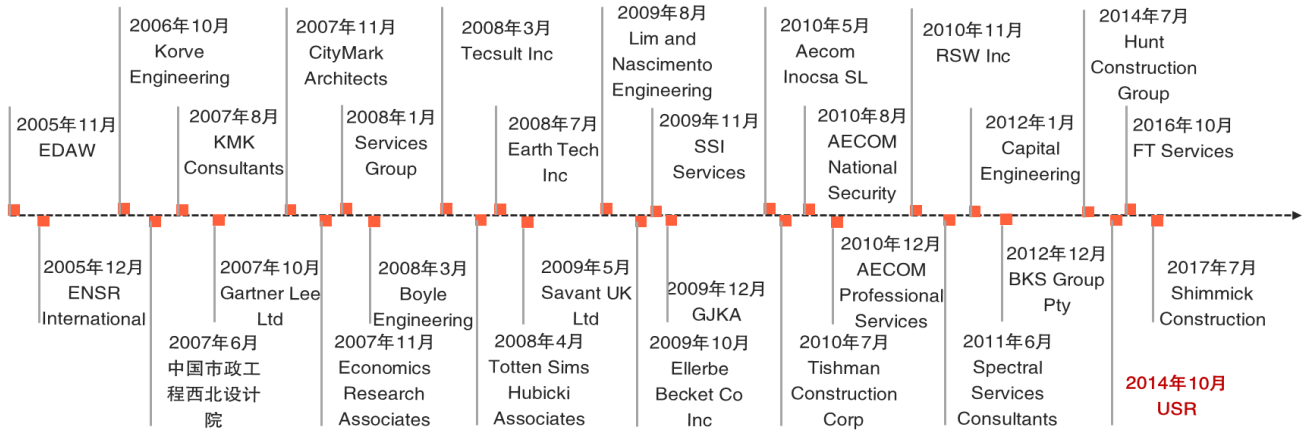
图表14 工程咨询行业面临的发展瓶颈和解决之道



资料来源：平安证券研究所

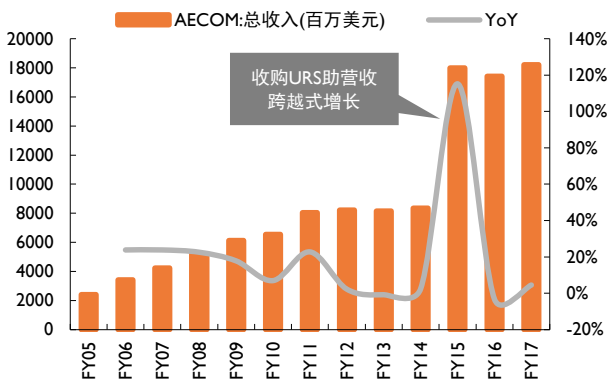
复盘 AECOM：发力外延并购，铸就全球工程咨询巨头。AECOM 作为全球知名的工程咨询企业，通过一系列的外延并购公司营收规模的跨越式增长。2014 年，AECOM 以 40 亿美元收购国际知名工程咨询、设计和项目管理企业 URS 集团实现强强联合，助力公司营收规模翻倍增长。随着 AECOM 与 URS 业务整合的深入推进，公司盈利持续改善，2017 年 AECOM 公司的 GAAP 净利润达 3.39 亿美元，创历史新高。

图表15 AECOM 外延并购历程



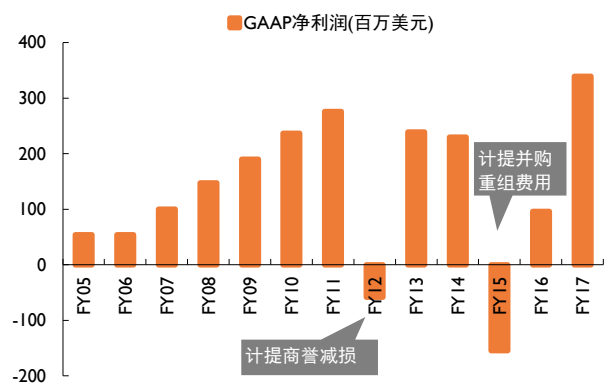
资料来源: AECOM, 平安证券研究所

图表16 外延并购助力 AECOM 收入实现跨越式增长



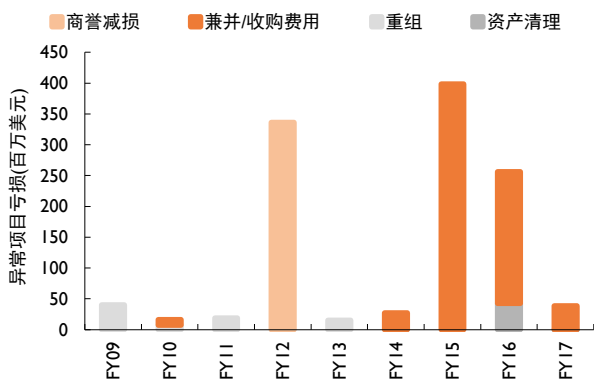
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表17 2017 年 AECOM 净利润显著提升



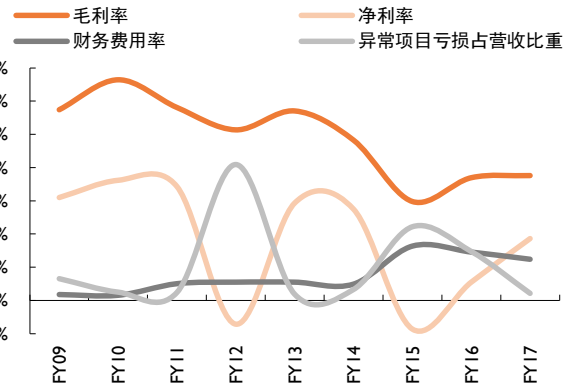
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表18 2017 年 AECOM 兼并/收购费用显著减少



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表19 2017 年 AECOM 盈利水平有所回升



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

三、 并购能力突出叠加激励完善， 公司成长动力充足

3.1 并购整合经验丰富， 彰显管理层高效执行力

公司坚持外延并购的发展战略，自上市以来，公司借助资本市场的力量，收购了 10 多家海内外设计咨询与环境检测企业，积累了一整套成熟的并购整合经验，彰显出公司管理层超强的执行力。从近年来被并购企业的业绩表现看，绝大部分均兑现了业绩承诺，充分体现公司管理方式的有效性。

为了加快全国化布局与属地化建设，公司一方面成立由总经理、副总经理、总工程师及发展部、经营部等部门负责人组成的高效的并购团队，负责标的的可行性分析以及并购项目的最终落地；另一方面，公司通过对被并购企业进行有计划的品牌文化输出与管理输出，激发公司与被并购企业的协同效应，最终实现业务融合，提升公司的市场竞争力与品牌知名度。

图表20 公司历年投资收购公司情况

时间	收购对象	公司资质/业务情况	股权比例	收购对价	资金来源	业绩承诺	业绩承诺完成情况
17/12	广州建粤路桥检测技术有限公司	交通工程检测/市政工程检测/水利工程检测及铁路工程检测	100%	2800万元	自有资金	2017-2019年扣非净利400/520/640万元	达标:2017年扣非净利681万元
17/08	石家庄市市政设计研究院有限责任公司	市政行业甲级(除燃气工程/轨交工程)设计资质	100%	8763万元	自有资金	2017-2019年累计归母扣非净利分别不低于1000/2280/3840万元	达标:2017年归母扣非净利1120万元
16/10	中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	工程咨询甲级、水利工程设计甲级、市政和建筑工程设计乙级等资质	70%	14139万元	自有资金	2016-2019年归母扣非净利分别不小于2323/2671/3072/3532万元	达标:2016/2017年实现扣非净利润为2555/3246万元
16/08	TestAmerica Environmental Services LLC	化学液体/有机物及特殊物品/金属及无机物等多领域的环境检测试验分析业务	100%	13587万美元	自有资金+银行贷款	-	-
16/07	EPTISA SERVICIOS DE INGENIERIA ,S.L.	地理/岩土的信息处理软件研发, 咨询/研发/安装/商业化/分销/提供和开发的计算机产品等服务	90%	3151万欧元	自有资金	-	-
14/09	北京中铁瑞威基础工程有限公司	隧道施工、特种岩土工程施工、检测勘察等多种工程资质	85%	13988万元	IPO 超募资金+自有资金	2014-2018年净利润分别不小于1745/2601/3381/4395万元	不达标:2014-2018年净利润分别为0/-2859/-1962/-1440万元
14/08	江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司	公路甲级设计、市政甲级设计、甲级咨询、甲级勘察等资质	100%	18975万元	发行股份	2014-2018年累计扣非净利不小于2731/6009/9778/14113/20325万元	达标:2014-2017年累计归母扣非净利为2769/6656/10552/15185万元

14/04	厦门市市政工程设计院有限公司	市政工程	84%	15990 万元	IPO 超募 资金	2014-2017 年扣非净利分别不小于 2280/2736/3283/3940 万元	达标 : 2014-2017 年扣非净利分别为 2578/2981/3524/4364 万元
13/09	江苏三联安全评价咨询有限公司	安全评价(估)、职业病危害因素监测; 职业卫生评价; 建设项目职业病危害评价等	100%	600 万元	IPO 超募 资金	2013 年 10-12 月/2014 年/2015 年扣非净利分别不小于 42/105/168 万元	达标 : 2013-2015 年扣非净利分别为 68/122/175 万元
13/03	江苏交科能源科技发展有限公司	光伏产品研发, 节能改造设计/咨询/施工, 节能环保产品开发/销售/技术转让等	17%	100 万元	自有资金	2013-2015 年期间内累计净利润不小于 1400 万元	不达标 : 2013-2015 年累计净利润(弥补增资前亏损后)为 815 万元
13/01	甘肃科地工程咨询有限公司	工程勘察设计咨询	70%	2552 万元	IPO 超募 资金 + 自有资金	2013-2016 年扣非净利分别不小于 444/544/544/544 万元	达标 : 2013-2015 年扣非净利为 367/604/982/2153 万元
12/07	杭州华龙交通勘察设计有限公司	公路工程勘察设计、咨询, 市政工程咨询	70%	3636 万元	IPO 募集 资金	2012 年 8-12 月/2013 年/2014 年/2015 年扣非净利分别不小于 700/1100/1200/1206 万元	达标 : 2012 年 8-12 月/2013 年/2014 年/2015 年扣非净利分别为 826/1388/1321/1465 万元

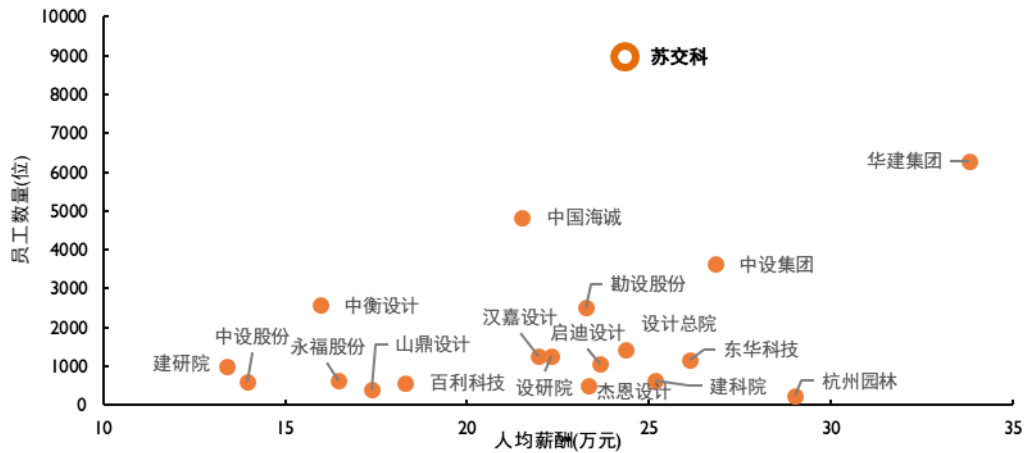
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.2 激励机制持续完善, 凝聚团队构筑核心竞争力

工程技术服务业属智力密集型行业, 行业竞争的主要方式之一就是中高端人才的争夺, 行业具有较高的人员流动性。公司员工数量规模(2017 年为 8976 人)稳居 A 股设计咨询企业榜首, 人均薪酬也位居行业前列(人均年薪酬 24.33 万元, 位居 A 股上市公司第 6)。

为了吸引、留住人才, 公司激励机制持续完善, 助推业务团队凝聚力不断提升。继 2013 年与 2014 年推出第一期股票期权激励计划与第一期员工持股计划之后, 公司于 2018 年推出第二期员工持股计划(事业伙伴计划), 共有 87 名员工参加了此次激励计划, 员工缴纳认购款项 2633.37 万元, 公司按 1:1 的比例缴纳事业伙伴计划专项基金, 共计募资 5266.74 万元, 其中个人出资购买股票锁定期 3 年, 事业伙伴专项基金锁定期为 8 年。凭借完善的激励机制, 公司与核心管理团队及技术骨干形成长期利益捆绑, 有望实现企业与员工共赢共成长。

图表21 2017年A股上市设计咨询企业员工数量与人均薪酬情况



资料来源：公司公告，《勘察设计前沿》，平安证券研究所

图表22 公司上市以来股权激励情况

股权激励内容	第二期员工持股计划	第一期员工持股计划	首期股票期权激励计划
推出时间	2018-4-10	2014-9-15	2013-3-6
实施进度	实施	实施	注销完成
初始资金规模(万元)	6000	16585	-
实施完成日	2018-8-27	2015-6-2	2017-8-16
实际资金规模(万元)	5267	16040	-
实际持股数量(万股)	551	1998	800
占总股本(%)	0.68%	3.62%	3.33%
成交平均价(元)	9.55	8.03	-
资金来源	持股计划奖励金	员工薪酬及自筹资金	-
股票来源	竞价转让,定向受让	认购非公开发行	-
持有人数	87人	-	管理层8人,其他核心32人
员工认购比例	71.18%	-	-
高管认购比例	28.82%	30%	-
股份锁定日	2018-8-24	2015-6-10	-
锁定期	个人出资锁定3年,事业计划专项基金出资锁定8年	3年	-
行权条件	-	-	1、2013年 ROE ≥ 10%, 2013年净利润同比增长 ≥ 25%; 2、2014年 ROE ≥ 11%, 2014年净利润同比增长 ≥ 50%; 3、2015年 ROE ≥ 12%, 2015年净利润同比增长 ≥ 80%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、海内外业务双轮驱动，业绩将维持稳健增长

4.1 属地化建设稳步推进，助力业绩持续释放

积极推进属地化建设，助力业务版图扩张。由于我国对工程咨询行业的管理曾采用前苏联模式，各地地方政府建设主管部门下均设有工程设计单位，导致我国工程设计咨询行业具有明显的属地化经营特征。尽管随着经济发展我国工程设计咨询行业市场化程度不断提高，然区域地方保护主义仍不同程度存在，因而为了进一步开拓公司业务版图，提升市场份额，公司在积极外延并购的基础上，持续推进属地化建设，通过在全国各地设立子公司，打造本地化团队，迅速切入当地市场，扩大公司市场覆盖率，打开公司成长空间。2008年以来，公司在国内江苏省外地区以及海外的营收占比快速提升，2017年公司在海外与国内江苏省外地区的收入占比分别达到了43%和21%。

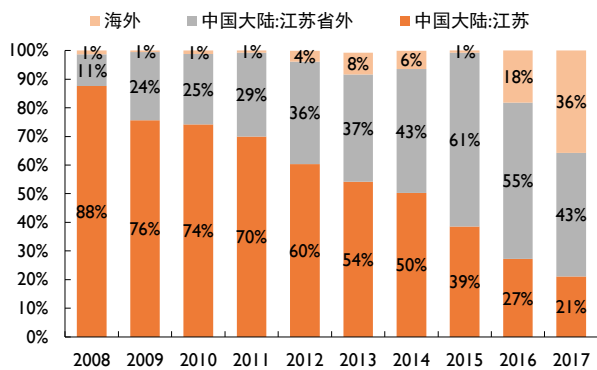
图表23 2012年以来公司新设立公司情况

公司名称	成立时间	注册资本 (万元)	持股比例	经营范围
湖北青木档河环境建设有限公司	2018/04/03	5550	88%	水利、市政、环境整治工程项目的投资、建设、运营、维护和管理
克州交科规划勘察设计有限公司	2018/02/12	300	67%	公路、市政工程勘察设计、检测、监理、养护及相关技术服务
苏交科(重庆)工程勘察设计有限公司	2017/10/24	800	67%	工程勘察设计(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动);工程技术咨询服务
常德燕宁建设工程管理有限公司	2017/09/25	200	100%	工程管理服务;公路工程、市政道路工程、其他道路隧道和桥梁工程、水利和内河港口工程等等
苏交科(江西)勘察设计公司	2017/08/22	800	60%	公路工程设计服务;市政工程设计服务;工程勘察设计;工程技术咨询服务
苏交科(广州)工程勘察设计有限公司	2017/08/15	600	60%	公路工程及相关设计服务;市政工程设计服务;工程勘察设计;工程技术咨询服务
苏交科环境与健康检测研究院江苏有限公司	2017/07/11	2000	100%	环境检测服务;环境监测;农林业环境检测;地质环境监测;土壤、水质分析;危险废物鉴别与检测;公共场所卫生监测等等
贵州苏交科工程勘察设计有限公司	2017/03/22	800	75%	工程勘察、设计、施工、试验、监理及技术服务,地质勘察等等
苏交科云南工程勘察设计咨询有限公司	2016/11/09	100	100%	工程勘察、设计、施工、试验、监理及相关技术服务;地质勘察等等
霞浦通乡公路工程管理有限公司	2016/10/27	5200	100%	工程项目管理;公路工程设计、施工
苏交科集团湖南工程勘察设计有限公司	2016/09/07	500	51%	工程勘察设计;建设工程勘察;建设工程设计;环保工程设计;工程技术咨询服务等等
漳州常山燕宁建设有限公司	2016/05/09	2500	100%	公路工程设计、建设、投资和管理
诚诺未来(北京)工程技术有限公司	2015/11/02	1000	51%	电力工程技术咨询和服务
福建诏安燕宁工程管理有限公司	2015/10/21	2000	100%	公路工程施工、投资和建设管理。

福建省燕宁顺通科技发展有限公司	2012/11/02	5000	55%	研制、生产、销售成品改性沥青、改性沥青添加材料及公路用新材料等等
交通科技智慧产业园(南京)管理有限责任公司	2012/09/07	1000	51%	园区的投资管理;城市轨道交通设计;企业营销策划;物业管理;项目投资;资产管理等等
江苏苏科畅联科技有限公司	2012/04/16	1000	75%	智能交通系统的研发、设计、咨询,机电产品研发、生产、销售

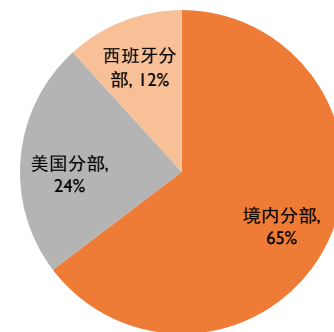
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表24 公司主营业务收入分区域占比情况



资料来源: EPTISA, 平安证券研究所

图表25 公司收入分部占比情况分析



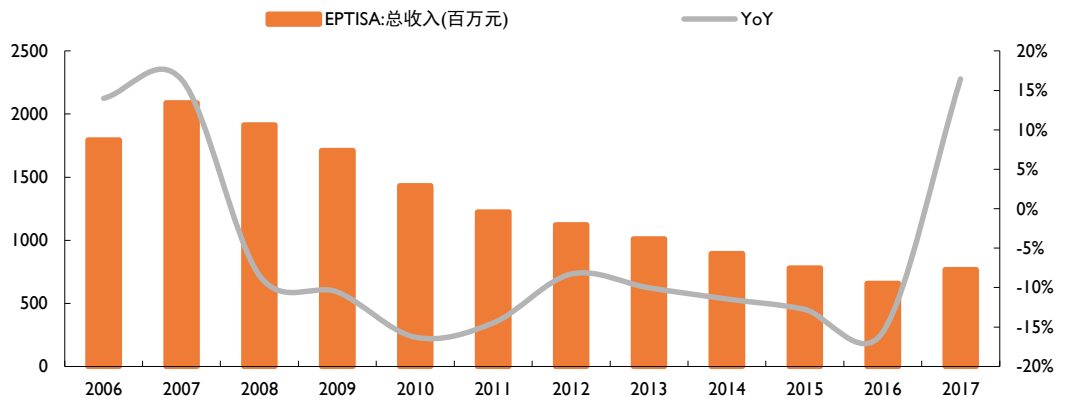
资料来源: EPTISA, 平安证券研究所

4.2 EPTISA 业绩反转在即, 积极打造“一带一路”发展平台

EPTISA 经营稳步向好, 助力打造海外业务发展平台。2016年8月, 公司成功增资收购了全球领先的工程设计咨询服务商——西班牙 EPTISA。EPTISA 成立于 1956 年, 国际工程咨询业务经验丰富, 尤其熟悉“一带一路”地区各国的技术标准、商业运行规则、市场环境等, 且拥有一批国际经验丰富的工程师。凭借自身优势, EPTISA 能为中国国际工程承包商提供咨询、技术支持和风险管理等, 亦能够为亚投行、中国金融机构在“一带一路”国家和地区的项目投资提供咨询服务。

2016 年以来, 随着 EPTISA 与母公司业务整合的持续推进, 公司经营稳步向好。2017 年, EPTISA 实现收入 7.66 亿元, 同比增长 16.45%, 新承接订单同比增长 17.70%, 截止 2017 年末, EPTISA 在手订单额已经超过 13 亿元。2018 年上半年, EPTISA 实现营收 3.48 亿元, 净利润-0.04 亿元, 下半年业绩将加速释放, 全年业绩反转在即。

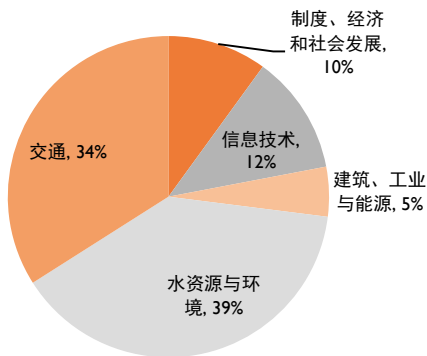
图表26 2017年EPTISA收入止跌回升



备注：2006~2015年数据按期末汇率计算所得。

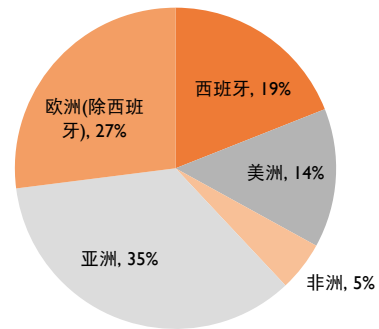
资料来源：EPTISA，公司公告，平安证券研究所

图表27 2016年EPTISA分板块收入情况



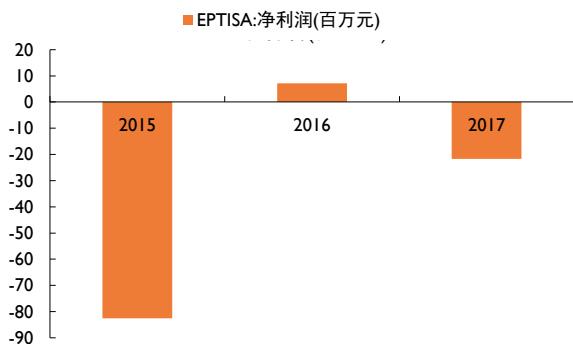
资料来源：EPTISA，平安证券研究所

图表28 2016年EPTISA分地区收入情况



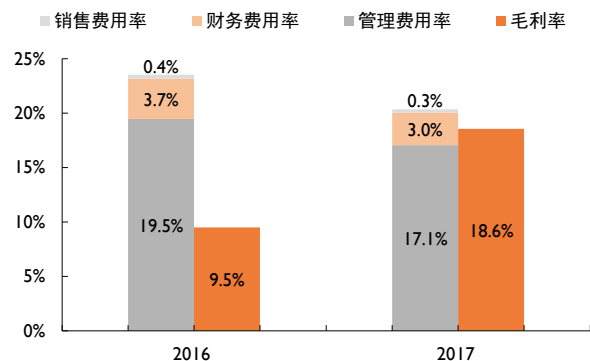
资料来源：EPTISA，平安证券研究所

图表29 EPTISA历年净利润情况



资料来源：EPTISA，平安证券研究所

图表30 EPTISA期间费用率与毛利率情况

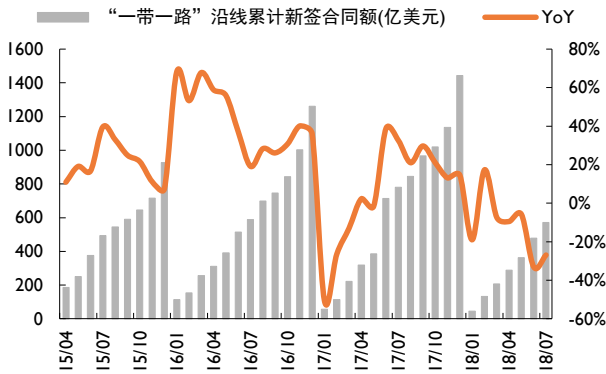


资料来源：EPTISA，平安证券研究所

“一带一路”沿线市场潜力巨大，公司积极布局抢占先机。作为公司国际化战略的重要组成部分，收购EPTISA一方面可以助推公司工程咨询业务迅速切入国际市场，实现人才资源国际化、属地化，

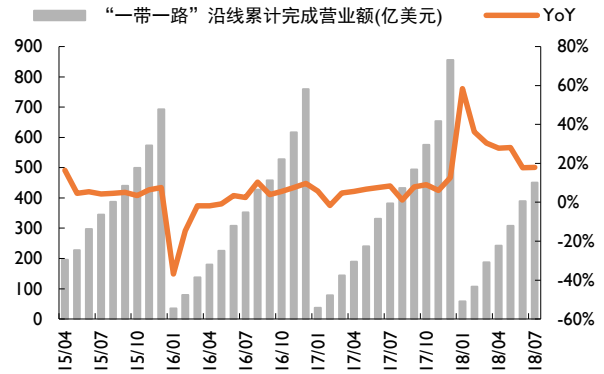
打造公司在“一带一路”沿线市场与欧美市场的经营管理平台；另一方面，从技术层面看，EPTISA核心技术覆盖水利、交通、社会经济发展等业务，其在大坝、港口、隧道及高铁等方面有丰富经验，能够与公司工程咨询业务（公路/桥梁/市政为主）形成完美互补，助力公司拓宽业务范围。

图表31 “一带一路”沿线新签合同情况



资料来源：商务部，平安证券研究所

图表32 “一带一路”沿线完成营业额情况



资料来源：商务部，平安证券研究所

4.3 TA 经营持续向好，助力公司开拓国内环境检测市场

2016年9月，公司成功收购美国领先的环境检测公司 TestAmerica（以下简称“TA”）。TA 主要提供水、空气、固废等全方位的环境检测服务和生产环境检测相关的采样产品，在水资源检测、固废检测和空气检测细分市场均排名第一。TA 在美国环境检测市场占有率近 11%，收入近两倍于排名第二的竞争对手。TA 的实验室遍布全美，拥有 23 个认证实验室和 36 个销售和服务中心，并在全美 50 个州拥有环境分析资格认证。

凭借自身完善的网络分布与产业链，公司致力于为客户提供“一站式”检测服务，助力营收规模稳步增长。2017年，公司营业收入达 15.37 亿元，2013-2017CAGR 为 1.89%，公司绝大部分收入来自于检测业务，2017年占公司总营收比重达 95%。2017年7月，公司以债转股方式对全资子公司美国 TA 增资 5000 万美元，此举有效降低了 TA 资产负债率，增强了其资金实力和市场竞争力，公司盈利能力稳步回升：2017年，TA 毛利率保持稳定，达 14.73%（同比持平），期间费用率显著改善：其中销售费用率为 2.90%（同比-1.87pct），财务费用率为 3.04%（同比-4.25pct）。2018年上半年，TA 实现收入与净利润分别为 6.93 亿元和-0.05 亿元，随着公司与 TA 整合持续深入，未来 TA 业绩有望持续向好，下半年业绩将加速释放，全年盈利较 17 年有望明显改善。

图表33 TestAmerica 主要子公司情况

子公司名称	成立时间	地点	业务
Aerotech Laboratories, Inc.	1993	美国	过敏源的检测分析业务
TestAmerica Laboratories, Inc.	1997	美国	化学液体、有机物及特殊物品检测、金属及无机物的检测等领域的环境相关的检测试验分析业务
NCAIabs Co. Ltd.	1998	泰国	检验数据分析及校对业务
Environmental Sampling Supply, Inc.	2000	美国	实验室检测用品及材料制造、销售
TestAmerica Holdings, Inc	2002	美国	投资控股
TestAmerica Air Emission Corp	2002	美国	空气排放检测分析业务

EMLab P&K, LLC

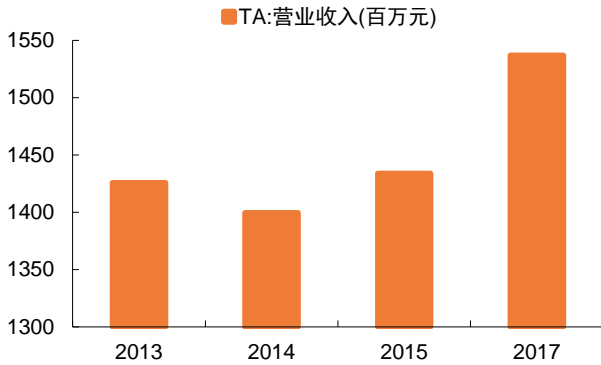
2010

美国

室内空气、表面样品的霉菌、真菌、细菌检测分析业务

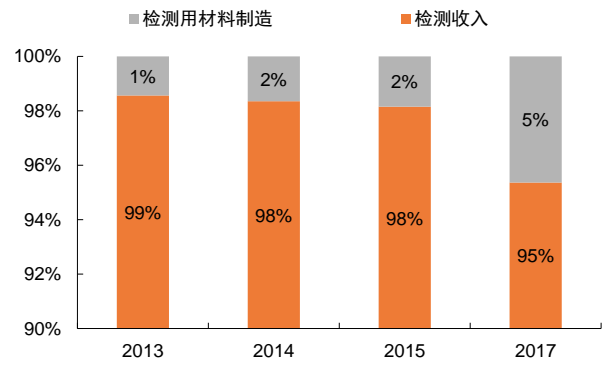
资料来源：平安证券研究所

图表34 2017年TA公司实现营收15.37亿元



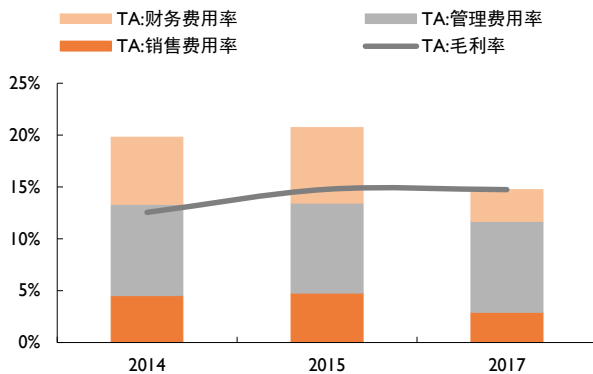
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 TA分业务收入占比情况



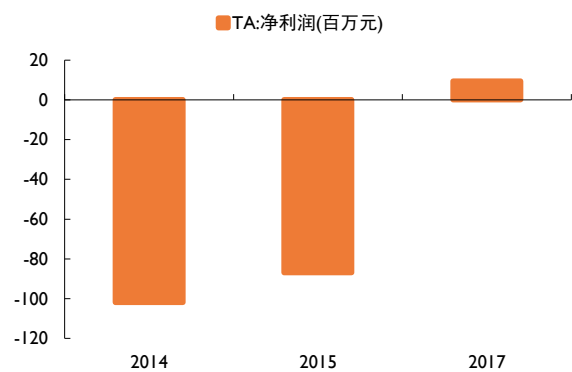
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 2017年财务费用大幅降低助力盈利改善



资料来源：公司公告，平安证券研究所

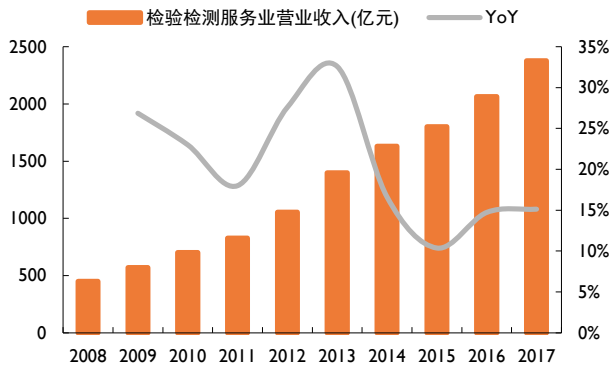
图表37 TA公司历年净利润情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

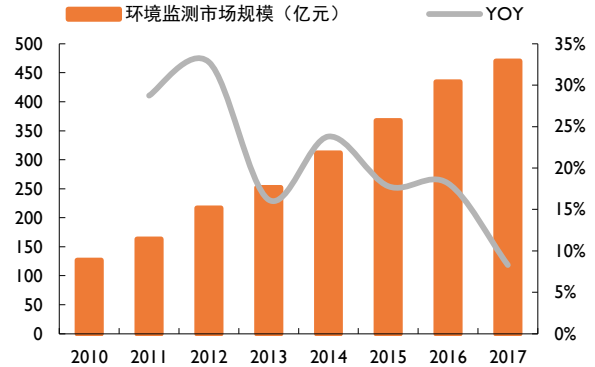
国内环境检测市场广阔，借力TA开启成长新空间。2002年以来，伴随着全球化趋势和国际贸易额的快速增长，检测行业在我国快速成长，然而由于我国检验检测机构长期以来一直以科研院所和事业单位为主，市场化发展仍处初级阶段。截至2017年底，我国检验检测机构数量为36327家，其中企业类型机构和事业单位类型机构占比分别为64%和31%，市场化程度不断提高。2014年以来，我国检验检测行业持续稳健增长，2017年实现营业收入2377.47亿元，较2016年增长15.13%。随着我国第三方检测业务的不断崛起，未来检验检测行业市场潜力巨大。目前公司国内环境检测业务主要集中于南京区域，业务规模较小，且主要以环境影响评价、环境综合治理等业务为主。通过借助TestAmerica的支持，公司未来将大力发展国内各区域水、空气、固废等全方位的环境检测业务，开辟公司业务成长新空间。

图表38 2017年我国检验检测服务业收入达2633亿元



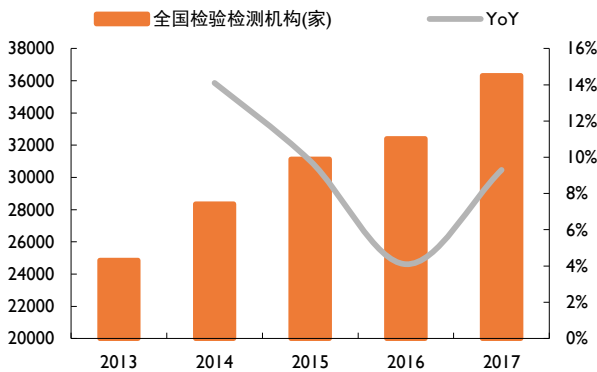
资料来源：前瞻产业研究院，认监委，平安证券研究所

图表39 我国环境监测市场规模达470亿元



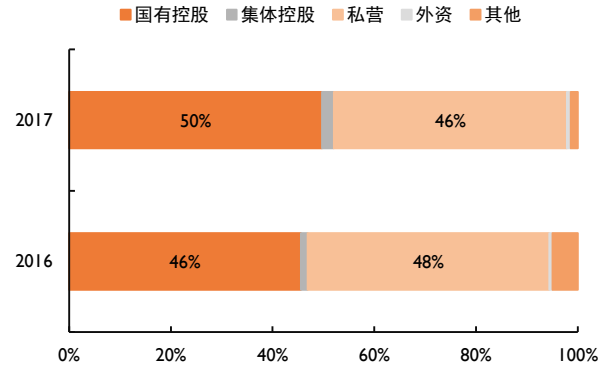
资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表40 2017年我国检验检测机构数量达3.6万家



资料来源：认监委，平安证券研究所

图表41 我国检验检测机构按股权结构分类情况



资料来源：认监委，平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

作为国内民营工程咨询企业龙头，公司内生与外延并举，积极推动业务属地化建设，完善全国布局，未来业绩将持续稳健增长。此外，随着公司与TA、EPTISA整合不断推进，TA、EPTISA盈利将持续释放，增厚公司业绩。我们预计2018-2020年公司EPS为0.70元、0.86元和1.04元，对应当前PE分别为13.6倍、11.2倍和9.2倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

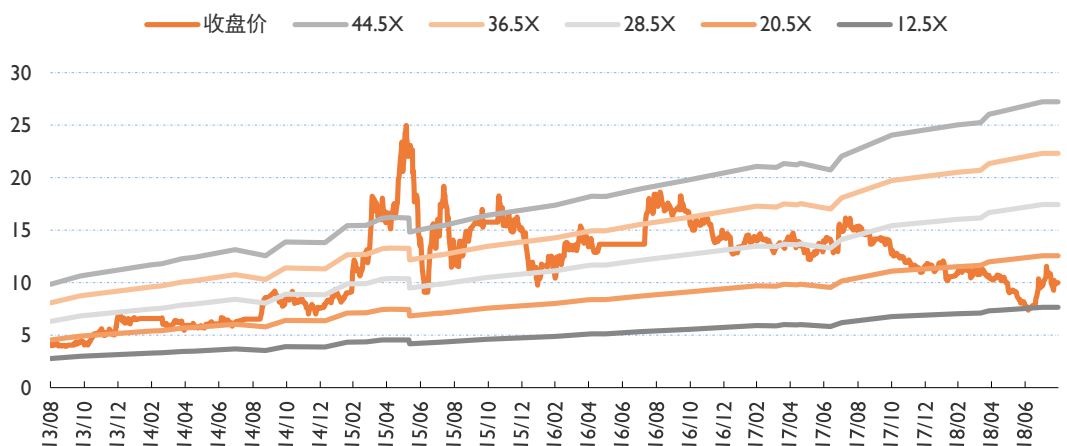
图表42 公司营业收入预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
收入	2,563	4,201	6,519	8,068	9,775	11,725
YoY	18.5%	63.9%	55.2%	23.8%	21.2%	20.0%
成本	1,644	2,934	4,623	5,789	7,028	8,426
毛利	918	1,268	1,896	2,279	2,746	3,299

毛利率(%)	35.8%	30.2%	29.1%	28.3%	28.1%	28.1%
1、工程咨询业务						
收入	1,937	3,104	5,465	6,717	8,195	9,916
YoY	14.9%	60.3%	76.1%	22.9%	22.0%	21.0%
成本	1,163	1,985	3,731	4,588	5,630	6,842
毛利	774	1,119	1,734	2,129	2,565	3,074
毛利率(%)	40.0%	36.0%	31.7%	31.7%	31.3%	31.0%
2、工程承包业务						
收入	554	1,048	896	1,182	1,407	1,632
YoY	28.7%	89.1%	-14.5%	31.9%	19.0%	16.0%
成本	451	911	753	1,045	1,238	1,420
毛利	103	137	143	137	169	212
毛利率(%)	18.6%	13.1%	15.9%	11.6%	12.0%	13.0%
3、产品销售						
收入	36	24	139	143	148	152
YoY	-7.8%	-33.9%	491.6%	3%	3%	3%
成本	-0	5	131	132	136	140
毛利	36	18	8	11	12	12
毛利率(%)	100.8%	78.3%	5.7%	8%	8%	8%
4、其他业务						
收入	36	25	19	25	25	25
YoY	402%	-30%	-26%	35%	0%	0%
成本	31	32	7	24	24	24
毛利	5	-7	11	1	1	1
毛利率(%)	13.4%		59.5%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 PE-Bands



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表44 公司与同行业公司盈利情况对比

股票简称	股票代码	最新收盘价	EPS					PE			
		2018/08/31	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
苏交科	300284.SZ	9.56	0.57	0.70	0.86	1.04	16.7	13.6	11.2	9.2	
中设集团	603018.SH	16.73	0.95	1.26	1.64	2.09	17.7	13.3	10.2	8.0	
设研院	300732.SZ	33.34	1.78	2.47	3.37	4.35	18.8	13.5	9.9	7.7	
设计总院	603357.SH	18.73	0.89	1.39	1.72	2.15	21.1	13.5	10.9	8.7	
勘设股份	603458.SH	36.18	2.65	3.57	4.48	5.35	13.6	10.1	8.1	6.8	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

六、风险提示

- 1、应收账款回收风险。**公司主要从事工程咨询业务，由于业务执行过程以及业主的结算方式导致公司收款滞后于劳务成果的完工进度，垫资现象普遍，公司应收账款占营业收入比重较高。如果未来公司不能维持对应收账款的高效管理而引发坏账损失，将对公司业绩形成负面影响。
- 2、商誉减值风险。**公司自上市以来持续推进外延并购，成功收购了一系列公司。如果未来被收购企业业绩不达预期，将引发商誉减值，对公司业绩形成负面影响。
- 3、交通基建投资增速大幅下滑的风险。**公司主要从事高速公路、轨道交通等交通基础设施建设项目的设计咨询工作，公司订单情况与交通基建投资相关性较高。如果未来交通基建投资出现大幅下滑，将对公司业绩造成负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7010	8004	9413	10942
现金	1338	1533	1759	1993
应收账款	4947	5599	6774	7883
其他应收款	232	344	307	449
预付账款	81	90	117	131
存货	71	101	109	144
其他流动资产	341	336	347	343
非流动资产	3914	4104	4304	4517
长期投资	32	32	32	33
固定资产	954	1061	1180	1320
无形资产	432	469	511	559
其他非流动资产	2496	2542	2580	2605
资产总计	10924	12108	13717	15459
流动负债	5536	6318	7299	8261
短期借款	1469	1661	1931	2080
应付账款	2097	2518	3085	3633
其他流动负债	1971	2138	2283	2548
非流动负债	1404	1280	1151	1015
长期借款	846	723	593	457
其他非流动负债	557	557	557	557
负债合计	6940	7598	8450	9276
少数股东权益	274	323	387	463
股本	578	810	810	810
资本公积	1418	1187	1187	1187
留存收益	1712	2203	2806	3537
归属母公司股东权益	3709	4186	4880	5721
负债和股东权益	10924	12108	13717	15459

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	321	692	561	774
净利润	507	618	757	917
折旧摊销	164	182	221	267
财务费用	89	64	68	90
投资损失	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	-657	-170	-484	-498
其他经营现金流	220	0	0	0
投资活动现金流	-615	-370	-419	-478
资本支出	228	190	199	213
长期投资	-375	-0	-0	-1
其他投资现金流	-762	-180	-220	-267
筹资活动现金流	549	-1788	-185	-211
短期借款	391	-1469	0	0
长期借款	-2	-124	-130	-136
普通股增加	21	231	0	0
资本公积增加	323	-231	0	0
其他筹资现金流	-184	-195	-56	-75
现金净增加额	253	-1467	-44	85

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6519	8068	9775	11725
营业成本	4623	5789	7028	8426
营业税金及附加	20	24	29	35
营业费用	149	177	212	251
管理费用	843	1013	1222	1460
财务费用	89	64	68	90
资产减值损失	218	250	293	352
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	1	3	2	2
营业利润	621	754	923	1113
营业外收入	15	16	18	20
营业外支出	10	7	8	10
利润总额	625	763	933	1124
所得税	118	144	176	207
净利润	507	618	757	917
少数股东损益	44	49	63	76
归属母公司净利润	464	569	694	841
EBITDA	907	1037	1252	1492
EPS(元)	0.57	0.70	0.86	1.04

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	55.2	23.8	21.2	20.0
营业利润(%)	49.0	21.5	22.5	20.6
归属于母公司净利润(%)	22.3	22.8	21.8	21.2
获利能力				
毛利率(%)	29.1	28.3	28.1	28.1
净利率(%)	7.1	7.1	7.1	7.2
ROE(%)	12.7	13.7	14.4	14.8
ROIC(%)	8.9	9.5	10.3	11.1
偿债能力				
资产负债率(%)	63.5	62.8	61.6	60.0
净负债比率(%)	30.0	22.9	18.2	12.2
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	1.5	1.5	1.6	1.6
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.70	0.86	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.85	0.69	0.96
每股净资产(最新摊薄)	4.58	5.17	6.03	7.07
估值比率				
P/E	16.68	13.59	11.15	9.20
P/B	2.09	1.85	1.59	1.35
EV/EBITDA	10.8	9.3	7.7	6.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033